TSINGHUA PBCSF 清华五道口 | IFR 金融科技研究院

研究报告

2022 年 第 1 期 （总第 105 期） 2022 年 1 月 10 日

数字经济时代下中国财富管理行业研究：互联网技术的经济影响

张晓燕 吴辉航 葛慧敏

（鑫苑房地产金融科技研究中心）

【摘要】在数字经济飞速发展的背景下，越来越多的中国财富管理机构选择拥抱互联网技术，扩大资产管理的参与者基础，同时强化自身的财富管理服务。本报告基于宏观行业和微观互联网理财用户数据，研究了中国投资者使用互联网进行财富管理的行为特征和投资结果。研究主要发现有三点：（1）中国财富管理行业数字化进程目前处于高速发展的阶段，未来发展潜力巨大；（2）中国居民对于互联网财富管理服务的参与程度与日俱增，并且在不同的用户之间存在异质性；（3）中国居民参与线上财富管理能够帮助提升其账户

PBCSF

的风险调整后收益。本研究报告为数字金融如何赋能中国财富管理机构提供了详实的微观实证证据。

PBCSF

目录

第一章 引言 5

第二章 宏观视角下的中国互联网财富管理服务 8

一、 中国居民财富管理概述 8
二、 互联网财富管理概述 10
（一） 互联网技术推动了线上财富管理服务的发展 10
（二） 中国互联网财富管理现状：规模刚起步但是潜力巨大 12
三、 互联网财富管理的优势分析 13
（一） 互联网财富管理对中国普惠金融发展有积极作用 13
（二） 互联网财富管理有效降低了居民投资的物理成本 14
（三） 互联网财富管理减少了用户信息获取成本 14
（四） 互联网财富管理直接有效降低了用户投资费用 14
（五） 互联网财富管理信息优势能更加精准的匹配用户投资需求 14
（六） 互联网技术的规模效应带来的运营成本下降 15
四、 中国互联网财富管理的监管政策 15
五、 中国互联网财富管理未来展望 19
（一） 基于智能投顾的财富管理增值服务 19
（二） 经营理财社区，强化财富管理中的投资者教育和陪伴服务 20
（三） 深入挖掘用户需求，细耕不同市场，提供多元化理财服务 20

第三章 中国互联网财富管理现状的微观证据 22

一、 数据来源 22
二、 用户线上理财行为现状 22
（一） 用户账户内不同资产占比不同，线上理财占比逐步上升 22
（二） 平均用户账户收益率和余额宝收益率相近，波动更大 23
（三） 账户总资产越多，理财产品占比越高，账户收益率越高 24
三、 线上理财用户人口特征 25
（一） 越年轻的人，账户中理财产品占比越高，账户收益越高 25
（二） 男性用户账户中理财产品占比更高，收益率更高 26
（三） 用户城市等级越高，账户理财产品占比越高，收益率越高 27
（四） 用户使用年限越长，账户理财产品占比越高，收益率越高 28
（五） 参与线上理财人口特征的定量分析 29

第四章 中国互联网财富管理服务对居民投资的经济效应影响 32

一、 用户线上理财与收益率 32
（一） 用户线上理财投资的参与程度越高，用户收益率越高 32

PBCSF

（二） 用户线上理财投资的参与程度越高，风险调整后收益率越高 32
二、 用户线上理财与风险 34
（一） 线上理财服务参与程度越高，用户账户收益波动率越大 34
（二） 收益波动率的增加主要来源于系统性波动的增加 34
三、 居民的线上投资行为的财富效应分析 36
（一） 资产水平不同，线上理财参与程度对收益影响不同 36
（二） 资产水平高的用户，线上理财参与程度上升波动下降 36
四、 疫情是否会影响人们的线上投资理财行为和投资收益 37
（一） 疫情对居民线上投资理财行为对影响 38
研究结果从侧面表明疫情期间线下网点被迫关闭，难以直接接触用户，使得传统理财业务在产品销售、售后管理等方面都受到极大影响。在此期间，线上理财的方便性与易接触获取的优势凸显，各理财产品提供机构纷纷推出线上理财产品来维持自身业务正常开展，包括线上销售、线上征信、线上理赔等；对居民而言，由于疫情期间复工复产的难度上升、不确定性增加，深刻改变了居民的风险偏好，居民风险管理意识有所增强，更加注重资产的稳定性，理财意愿整体上升。 41
（二） 疫情对居民账户线上理财投资收益与风险的影响 42
第五章 主要结论与启示 44
参考文献 46

PBCSF

第一章 引言

随着中国经济的快速崛起，中国居民的财富迅速增加，如何满足人民群众日益增长的财富管理需求，是新时代资本市场发展的重要使命，也是中国财富管理机构面临的历史机遇。特别是 2020 年新冠疫情爆发，提供线下理财服务的网点纷纷休营，由于互联网理财服务拥有无接触性、便利性、普惠性、低成本和透明性等诸多优点，越来越多的传统财富管理业务开始依赖移动互联网技术。目前互联网财富管理服务已经在中国居民理财投资活动中扮演着举足轻重的角色。

Jones, Shi, Zhang and Zhang（2021）最新研究表明，平均而言散户投资者无法通过参与股票市场交易有效实现财富的积累。而当前，得益于互联网技术的便利性，中国散户投资者对互联网理财投资的参与程度与日俱增，那么中国居民参与的互联网理财投资行为是否能够帮助他们实现财富的增值保值？

为了更加详实研究上述问题，本报告首先在宏观维度，基于中国财富管理行业宏观数据，分析了互联网财富管理服务的现状、优势、监管背景和未来发展趋势。其次，本报告选取了中国提供互联网财富管理服务的企业中比较有代表性的一家企业——蚂蚁金服平台，基于平台随机抽样的大样本用户数据，研究了 2018 年 1 月到 2020 年 9 月期间使用互联网进行财富管理[1]用户的行为特征和投资结果。最后，本报告设计了计量经济学模型，实证量化了用户使用互联网进行线上理财的具体经济影响，并同时对这种经济影响的异质性进行了分析。

研究报告立足于中国财富管理行业的现状，结合当前的数字经济时代背景，分析了互联网技术在财富管理服务中的发展、应用和经济影响。本报告研究主要发现如下：

第一，从宏观视角来看中国互联网财富管理服务目前正在迅速崛起，并且未来潜力巨大。（1）随着中国居民财富的迅速积累，中国财富管理行业需求依然处于高速增长阶段，中国财富管理行业机构供给端多样性有待进一步提升；（2）互联网技术推动了线上财富管理服务的发展，目前服务规模刚起步但是未来增长

[1] 本文对于互联网财富管理和线上理财两个概念并不进行严格的区分，两者只是描述的主体对象不同而已。具体原因如下：互联网财富管理服务是以金融机构为主体，在金融机构的角度下，描述机构利用互联网技术为用户提供便利的金融服务的行为；线上理财是以理财用户为主体，站在居民的角度下，描述居民使用财富管理机构提供的互联网理财服务。

潜力巨大；（3）互联网财富管理服务相对于传统财富管理服务，确实存在诸多优势，具体体现在互联网财富管理更加便利，能够有效降低居民投资的物理成本、减少了用户信息获取成本、消减了用户投资费用以及能够更加精准的匹配用户投资需求等方面；（4）从中国互联网财富管理的监管政策来看，政府部门既出台了很多支持和扶持行业发展的法律法规，也出台了若干管理制度来规范行业发展管控行业风险；（5）中国互联网财富管理服务未来发力点有以下三点：基于智能投顾的财富管理增值服务、强化财富管理中的投资者教育和陪伴服务、提供差异化的产品来满足不同的用户需求。

第二，从微观视角来看中国互联网财富管理服务的参与用户行为在不断发生变化，对于线上理财投资的参与程度越来越深，且呈现一定的用户异质性。（1）随着互联网财富管理服务的不断发展，用户参与线上理财的程度在不断上升。（2）资产总额越高的用户，其对线上理财的参与度越深，账户收益率越高。（3）不同类型的用户参与线上理财程度不同，其中男性用户、年龄小的用户、已婚用户、开户时间更长的用户以及所在城市等级更高、普惠金融发展更好的用户其参与线上理财的程度更高。

第三，进一步地对参与线上理财的用户收益和风险进行分析，发现线上理财有助于居民提高其账户收益。（1）用户参与线上理财程度增加，其账户收益率与风险调整后的收益率均有所提高。（2）用户参与线上理财程度增加，其账户收益波动率变动不大，主要增长来自于系统性波动率的增加。（3）不同资产水平的用户其参与线上理财程度对其账户收益和风险的影响不同。对于高净值用户，其账户总风险与异质性风险随线上理财参与程度的上升而下降。（4）疫情对居民线上理财行为产生了长期影响。疫情越严重的地区，用户在疫情后参与线上理财的程度增长更多。

针对以上研究结论，本报告为我国未来财富管理行业的发展提出以下建议：

第一，互联网财富管理服务为居民提供了更便利的投资渠道，对居民投资产生了正向对经济效益影响。因此应该进一步扩大互联网财富管理服务范围，其中包括传统金融机构与互联网金融平台[2]应展开多样化合作。通过互联网金融平台

[2] 按照中国人民银行对互联网金融的定义：是指传统金融机构与互联网企业利用互联网技术和信息通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式。本文探讨互联网金融平台，重点指代的是提供互联网财富管理服务的平台，需要与互联网借贷平台（P2P）概念区分开来。

提供的信息技术支持，传统金融机构理财服务对象能够进一步扩大，接触到广大的下沉人群。金融科技的不断创新与同传统金融机构的不断融合，能够给更多的中国居民带来便宜实惠的金融服务，让更多家庭的财富管理需求得到满足，这也正是国家倡导的普惠金融的内核。

第二，互联网财富管理服务平台可以通过提供正确信息与理财服务，增加用户对于平台和移动终端的信赖感，进一步吸纳新用户，留住原用户。同时针对不同资产水平用户投资和风险管理能力不同的情况，提供更具有定制化的理财服务，协助用户进行投资的风险控制与产品选择。财富管理机构应该针对不同的用户特点，更具创新地向用户提供满足不同需求和应对不同场景的多元化理财产品。

第三，疫情分析表明，疫情给全球经济带来冲击的同时，也给线上理财带来新的发展机遇。在疫情更严重的地区，用户参与线上理财的增长更高。因此互联网财富管理服务平台应该充分研究疫情冲击对用户线上理财行为影响的渠道，有的放矢地对平台用户进行引导。进一步地，可以针对不同地区的用户参与线上理财程度实施不同的导流政策。

本报告回答了一个非常重要但是尚未有实证数据回答的问题：互联网财富管理给中国居民投资者带来的投资便利性，是否真的有助于中国居民的财富积累。一方面，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提到：我国稳妥发展金融科技，加快金融机构数字化转型。只有正确衡量了互联网理财服务的经济影响，才能明晰我国金融机构数字化转型的路径。本研究报告为中国财富管理机构未来如何正确使用互联网技术，享受稳妥发展金融科技带来的科技红利提供了数据支撑，也为其他想要开展互联网理财服务的国家提供了成功的“中国案例”。另一方面，本研究报告也为中国居民投资者后续如何正确参与投资理财活动，实现自身财富的保值增值有所启发。

本报告剩下的章节安排如下：第二章在宏观背景角度下介绍了中国互联网财富管理服务；第三章介绍了微观视角下本研究使用的中国互联网服务数据；第四章阐述了互联网可行性对居民理财结果的经济影响；第五章为主要研究结论和启示。

第二章　宏观视角下的中国互联网财富管理服务

一、中国居民财富管理概述

（一）中国居民财富管理需求旺盛

1、总量上，中国居民日益增长的财富带来了旺盛理财需求

从总量上来看，中国居民财富的日益增长，带来了居民旺盛的理财需求，需求的增长将会给中国财富管理行业带来巨大的增长潜力。中国经济建设在过去20年间取得了辉煌的进步，GDP总值已经由2000年的10万亿元，增长到2020年的100万亿元。而随着中国经济的快速崛起，中国居民财富不断上升。根据中国社科院发布的《中国居民资产负债表》数据显示（见图2.1），中国居民部门总财富从2011年的179万亿，上升到2020年[3]的574.9万亿元，居民总财富的年复合增长率（CAGR）约为12.38%。其中，居民金融资产（不含房地产）的占比也从2010年的51%，快速上升到了2020年的57%。可见中国居民目前金融资产的比重正在迅速上升，并且还有较大的提升空间。

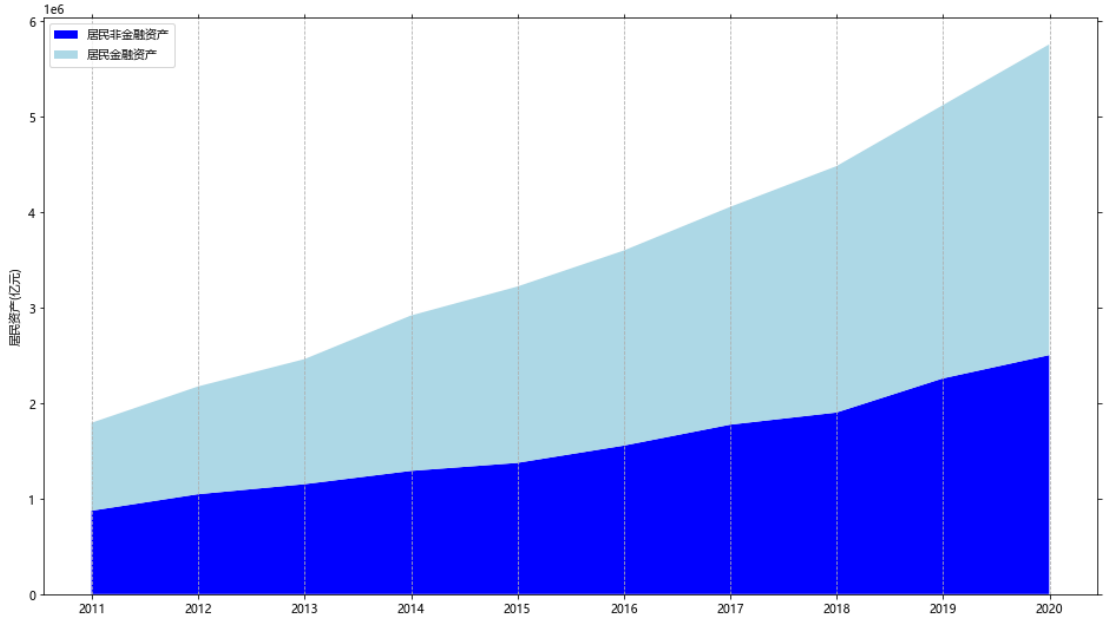

图2.1：2010年-2020年中国居民金融资产和非金融资产变化

（资料来源：中国社会科学院）

2、结构上，中国居民财富的多元化资产配置未来还有很大潜力

[3] 这里是指2020年1月1日。

从结构上来看，中国居民财富的多元化资产配置未来还有很大潜力，多资产配置的需求将进一步使得中国财富管理行业差异化服务质量进行提升。根据中国人民银行发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，中国家庭中，有 99.7%的家庭拥有金融资产，户均金融资产 64.9 万元，占家庭总资产[4]的 20.4%。与美国相比，我国城镇居民家庭金融资产占总资产的比重偏低，比美国低 22.1 个百分点。从结构上来看在中国居民的财富配置中，风险资产的配置依然不足。从图 2.2：中国居民金融资产配置结构中能看到，居民在金融资产中，现金、定期存款和低风险的银行理财等金融资产占比达 65.7%，金融资产中的风险资产的占比依然非常低。

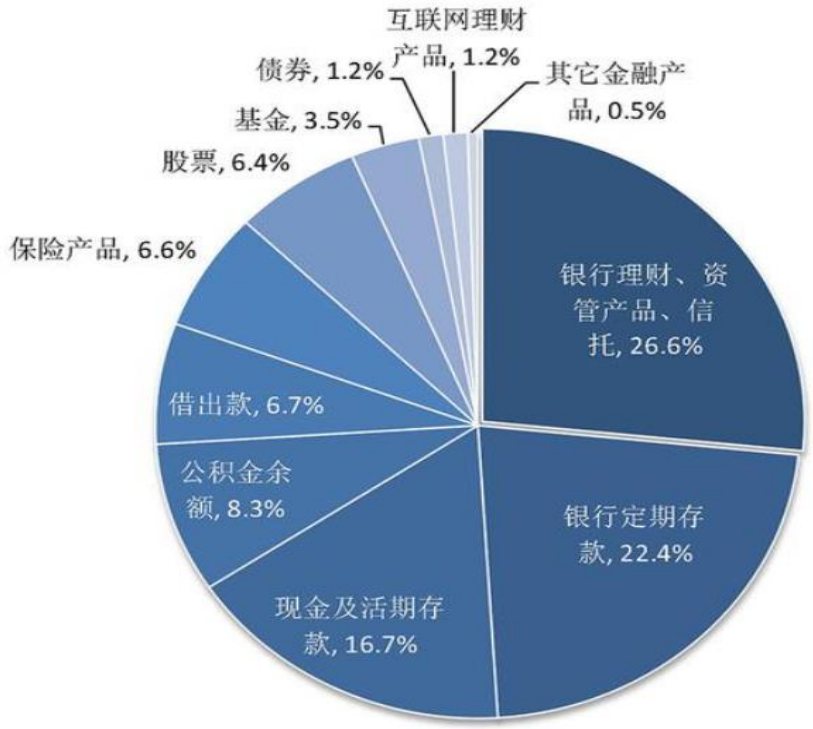

图 2.2：中国居民金融资产配置结构（资料来源：中国人民银行）

（二）中国财富管理行业机构供给端多样性有待进一步提升

由于财富管理和金融投资活动的复杂性，居民投资活动往往需要专业的金融中介机构提供理财和资产配置服务。为了满足居民的投资和财富管理需求，各种类型的财富管理和金融中介机构由此产生。中国主要的财富管理机构主要包括：银行、保险、信托、券商、基金和期货等。自 2018 年 4 月《关于规范金融机构

[4] 央行调查报告中对于金融资产的统计口径与中国社会科学院并一致，导致两者在数据上有一些出入。

资产管理业务的指导意见》（以下简称”资管新规”）发布依赖，中国证监会、银保监分别出台了适用于银行、信托、保险、公（私）募基金、证券和期货等机构的配套规定，中国的资产管理行业发展得到全面规范。从资产管理规模来看，截止至 2020 年底，以上机构管理居民财富资产规模约为 128.8 万亿[5]。其中，公募基金[6]作为财富管理的领头羊，管理规模约为 31.31 万亿；银行管理银行理财产品规模约为 25.86 万亿；保险管理规模约为 23.30 万亿；信托管理规模约为 20.49 万亿；私募基金规模约为 19.96 万亿；证券公司管理规模约为 10.67 万亿；期货公司管理规模约为 0.22 万亿。

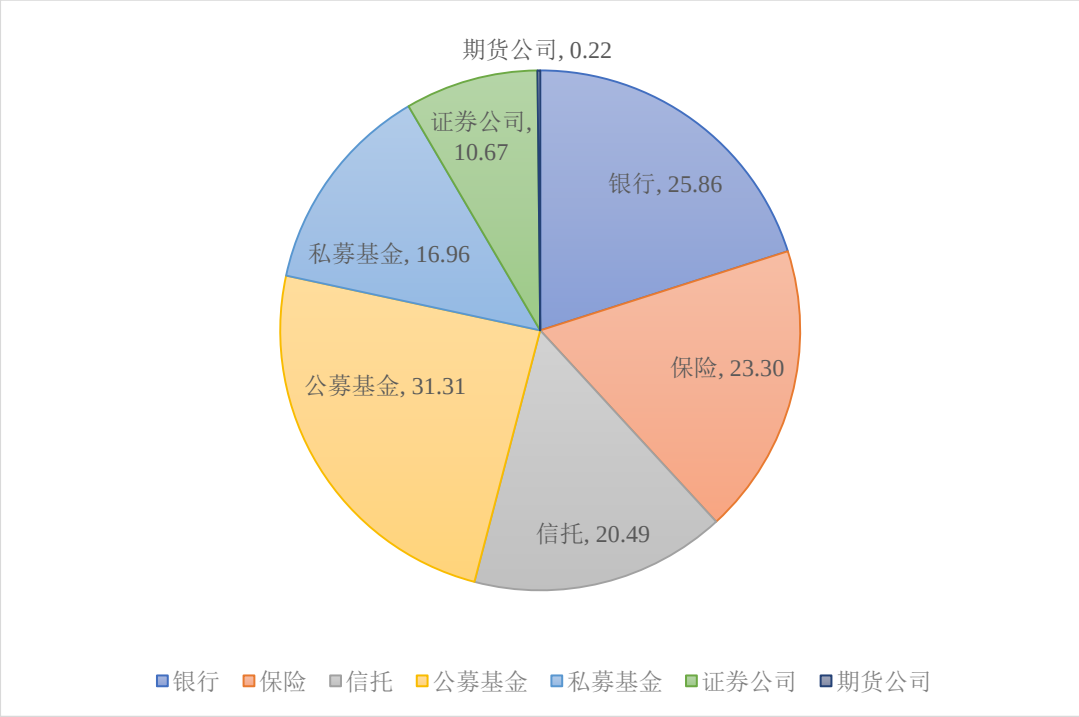

图 2.3：2020 年中国主要资产管理机构规模（单位：万亿）

二、互联网财富管理概述

（一） 互联网技术推动了线上财富管理服务的发展

[5] 该统计口径为大资产管理行业的资产管理规模，部分统计可能会重复。银行目前只统计了银行理财产品口径下产品规模（不包含居民存款），数据来源为银行业理财登记托管中心出版的《中国银行业理财市场年度报告（2020 年）》；保险统计数据来源于中国银保监会统计的《2020 年保险业经营情况统计》；信托数据来源于中国信托业协会发布的《2020 年 4 季度末信托公司主要业务数据》；其他公司数据来源于中国证券投资基金协会统计的《2020 年四季度资产管理业务统计数据》。

[6] 该统计口径为大公募基金口径，包含了公募基金、基金管理公司管理的养老金、基金管理公司私募资管计划和基金子公司私募资管计划。

互联网技术是人类最伟大的发明之一。而随着互联网大数据与人工智能技术的不断发展，第三方支付平台的诞生，互联网金融[7]逐渐从技术领域渗透到业务领域，互联网财富管理应运而生。互联网财富管理的发展顺应了居民潜在的旺盛的财富需求，同时为财富管理市场提供了新的发展模式。

中国互联网理财的发展进程一直在不断推进过程中。沿用黄益平和黄卓（2018）对于数字金融的定义，数字金融泛指传统金融机构与互联网公司利用数字技术实现融资、支付、投资和其他新型金融业务模式。最开始主要体现在传统金融机构使用网络技术服务，银行业开始建立网上银行。2010 年，招商提出零售银行业务的互联网化，通过推出手机移动端的招商银行和掌上生活 App1.0 版本。这些移动互联网化的创新有效的提升了招商银行的效率，通过网上银行、远程银行等电子银行渠道有效分流了营业网点的压力，2011 年零售电子渠道综合柜面替代率达到 86.57%，公司电子渠道综合柜面替代率[8]达到 49.63%。

另一方面，互联网电商、社交平台凭借自己在互联网技术上的优势和手上优秀的客户资源，也开始寻求互联网财富管理业务的布局。2012 年 12 月，中国证券监督管理委员会发布规定宣布独立于基金家族、银行和券商的科技公司可以发行公募基金，天天基金销售有限公司作为财经门户上市公司东方财富的子公司获取了第一批平台基金销售业务牌照。2013 年 3 月证监会进一步发布了销售机构通过电子商务平台分销资金指导意见。2013 年 6 月，支付宝联手天弘基金推出余额宝服务，推动了互联网基金模式的铺开。同年，互联网巨头公司纷纷顺势推出互联网理财业务：7 月新浪发布“微银行”涉足理财市场，8 月微信推出微信支付，10 月百度金融理财平台上线，12 月京东推出京东金融理财业务，网易的“网易理财”正式上线。至此，以互联网公司为主体公司也纷纷的开启自己的互联网财富管理业务。

2020 年，受新冠疫情的影响，大家居家生活和办公的时间大大被延长，很多线下财富管理业务被迫开启了数字化转型，数字财富管理行业开始出现巨大变化。越来越多的传统金融机构开始越来越多地寻求与金融科技公司合作，助其打造更

[7] 按照中国人民银行对互联网金融的定义：是指传统金融机构与互联网企业利用互联网技术和信息通信技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式。本文探讨的重点在于互联网财富管理，需要与互联网借贷平台（P2P）概念区分开来。

[8] 数据根据招商银行 2011 年财务报告披露内容整理获得。

加现代化、更具可扩展性、以客户为中心的数字化平台。这类合作对于传统金融机构与金融科技公司而言是互惠互利的，老牌金融机构能够受益于互联网企业的技术创新优势，为企业注入新鲜活力，新生金融科技公司也可以依靠传统金融机构获取大量客户。双方的合作给消费者带来了更加多元化、更加便捷的理财服务，更好的服务了终端消费者。

（二） 中国互联网财富管理现状：规模刚起步但是潜力巨大

互联网线上理财的快速发展一方面依托于大资管时代的开启。随着 2012 年券商资管新政十一条的推出、公募基金投资范围的放宽与保险业资管的放松，我国资产管理行业步入竞争与创新并存的大资管时代，同时传统资管的分业经营壁垒逐渐被打破，各类资管机构之间竞争加剧，呈现混业经营的特征。另一方面，互联网普及率不断上升，至 2020 年，我国网民规模达 9.89 亿，普及率达 70.4%。而余额宝等“宝宝类”理财产品在推出初期时，利用市场利率高于定期存款利率的优势与在平台扩张时为占取市场份额所作出的补偿，加上 T+0 的交易模式，契合了中国居民投资者对理财资产低风险、高流动性的需求，同时提供了更高的收益，用户逐渐接受并使用互联网财富管理服务，从而促进了互联网理财初期规模的迅速扩张，推动了行业的发展。

从市场规模上看，互联网财富管理市场规模[9]在 2013 年仅有 7726 亿元，而到 2019 年已达到 6.9 万亿元，占中国资管业务总规模的 13.2%。其中根据中国证券投资基金业协会统计数据（见表 2.1），独立基金销售机构占比稳步上升，目前占比只有 11%，行业销售渠道整体是比较分散的，商业银行、证券公司和基金公司直销是主导力量，特别是基金公司直销占比高达 57.29%。根据中国证券投资基金业协会 2021 年第一季度公布的销售机构公募基金销售保有规模统计数据，在排名前 100 家销售机构中，通过第三方线上理财方式购买公募基金占中国公募基金总体规模超过 26.86%。从协会的数据可以看出来，第三方销售机构的崛起，加速了基金销售渠道的多元化，这与海外发达金融市场的销售渠道的多元化类似。

表 2.1 各渠道公募基金销售保有规模占比

年度	商业银行(%)	证券公司(%)	基金公司直销(%)	独立基金销售机(%)	其他(%)
2015 年	25.22	10.01	61.9	2.14	0.73

[9] 数据来源于艾瑞咨询发布的《中国互联网财富管理行业研究报告》

2016 年	23.43	8.23	65.62	2.24	0.48
2017 年	24.41	6.05	65.38	3.84	0.32
2018 年	24.14	6.41	61.26	7.76	0.42
2019 年	23.59	7.59	57.29	11.03	0.49

根据中国互联网络信息中心（CNNIC）统计数据显示，用户规模来看，截止2019 年底，我国购买互联网理财产品的网民数量已达到 1.7 亿，占全国成年可投资人数的 15%，且每年增长速度保持在 10%以上。

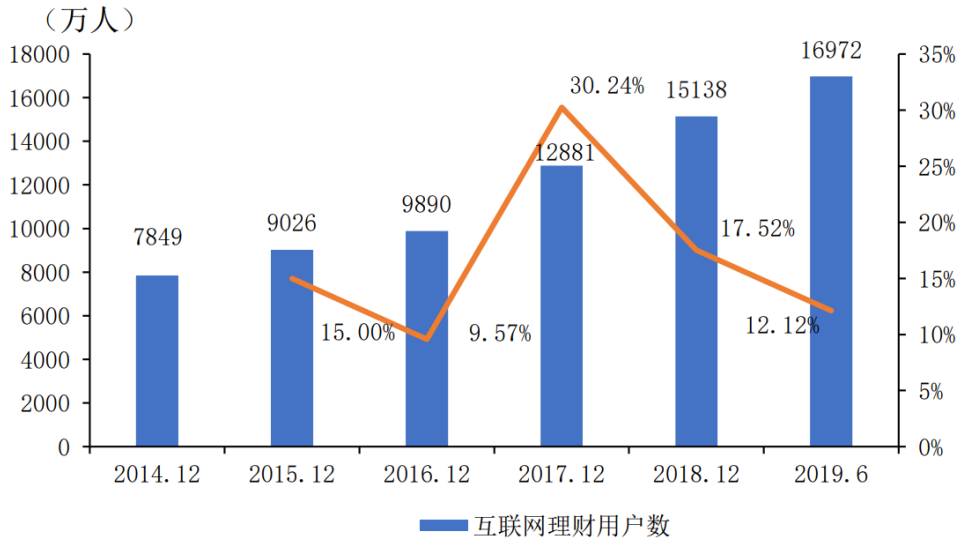

图 2.4 中国互联网理财服务使用人数（数据来源：中国互联网络信息中心）

三、互联网财富管理的优势分析

互联网财富管理模式与传统财富管理提供的服务相比，存在众多优势。互联网理财以其交易门槛更低、透明度更高、交易操作更便捷，提供更加综合的信息与更加个性化的理财产品，吸引着更大多的客户，极大地拓宽了理财市场的前景。

（一） 互联网财富管理对中国普惠金融发展有积极作用

互联网财富管理对中国普惠金融发展有积极作用（黄益平和黄卓，2018），主要体现在通过互联网财富管理服务，更多、更广、门槛更低的用户可以接触到各类金融产品。从获客方式来看，传统财富管理服务通过银行和财富管理公司线下网点进行获客，而互联网理财从互联网平台进行获客；从投资门槛上来看，传统财富管理服务对投资者理财账户的资产水平有一定的要求，理财产品的购入金额下限往往较高。相比而言互联网理财门槛极低（例如支付宝购买理财产品的最低额度要求为 10 元），因此从覆盖人群来看，互联网财富管理服务相较于传统财富管理服务，覆盖人群范围更广。数字技术对于整个财富管理行业带来正面影

响，银行与互联网的基民重合度仅 10%，互联网财富管理面向更年轻，收入更小，更小城市的用户，真正服务到了长尾客户、真正实现了普惠金融。

（二） 互联网财富管理有效降低了居民投资的物理成本

从操作流程来看，传统理财受时间和地域的限制，相对较为繁琐，而互联网理财交易操作更加便捷。传统理财服务提供一般需要客户前往金融机构线下网点，经过与专业的线下理财人员咨询讨论后，获得一款符合自己投资风险和收益的金融产品，最后进行金融产品购买。而互联网财富管理让线下咨询的物理成本大大降低，用户足不出户就可以实现自己的财富配置。

（三） 互联网财富管理减少了用户信息获取成本

从服务方式来看，传统理财服务通过面对面的方式，人工进行理财咨询和业务操作；而互联网理财则通过数字化服务，具有信息透明度高的特点。在传统财富管理业务中，销售过程依赖于销售人员的信息传递。很多时候，销售人员与客户之间会存在委托-代理问题。例如销售人员的销售收入依赖于当月卖出某项理财产品的返点费用，则其有可能会忽视用户风险偏好和目标收益与该产品的适配性而强行向用户进行推荐从而造成一定的利益冲突。而且互联网财富管理服务中，客户能够获取市场上各种不同金融产品的信息，完全的信息公开透明能够降低客户与销售之间委托-代理问题带来的额外成本。

（四） 互联网财富管理直接有效降低了用户投资费用

互联网财富管理机构得益于其较低的运营成本，在销售同一款基金产品时，往往会比传统财富管理机构拥有更低的申购赎回费率。以债券和股票基金为例，一般申购费用为 0.8%-1.5%，而互联网财富管理机构申购费率往往会给到 1 折。传统财富管理机构由于线下销售人员的成本支出较高，申购费率往往没有折扣，因为这部分费用往往需要用于补贴给销售人员，作为激励销售费用。

（五） 互联网财富管理信息优势能更加精准的匹配用户投资需求

不同用户的投资需求具有多元化与差异化的特点。传统财富管理机构的理财经理通常只根据用户的问卷调查信息来确定用户的投资需求，进而向用户推荐相关的金融理财产品。这种短时间和模板式的问卷调查存在很大的局限性，用户很大概率无法通过这种制式的问卷调查反映自己真正的风险和投资偏好。事实上，由于金融产品的复杂性，用户很可能自己都无法准确知道自己的风险和投资偏好。

在这种情况下，互联网机构拥有用户庞大的消费、投资和个人特征数据，这些机构可以使用更好的人工智能算法，利用这些其真实的行为数据作为输入信息，从而帮助用户找到其真实的风险和投资偏好，同时向其推荐更符合其需求的金融理财产品。

（六） 互联网技术的规模效应带来的运营成本下降

互联网技术使得运营成本等成本下降，具体体现在互联网技术是存在规模经济效应的，对于传统理财服务而言，边际增加一位客户，意味着需要增加一位投资顾问成本，这种一对一的传统理财服务必然边际收益递减的问题。而互联网技术基于 AI 算法，提供千人千面的服务，对于边际客户的增加，几乎不需要额外的成本。这种财富管理机构效率的提升和成本的下降带来的经济效应，会变向转移到居民手中，降低居民获得理财产品的成本。

四、中国互联网财富管理的监管政策

近年来，我国数字技术与金融服务不断融合，数字金融得以快速发展，从发展历程上看，2013 年余额宝（支付宝平台上推出的线上货币市场共同基金）的推出看作数字金融在我国开始快速发展的起点（黄益平，2021）。目前我国财富管理行业各细分领域实行分业监管，监管主体不一致，法律规章和有关规定也不一致，尚无针对整体财富管理行业的统一监管政策。而从互联网金融行业的相关监管政策和重要指示可以看出，相关部门对互联网金融的发展十分重视，并针对行业内的不良现象做出规范，对互联网金融业务的发展进行了引导。在这样的大背景下，投资者的合法权益得到了有效的保护，相关的监管政策对我国互联网金融行业的健康发展起到了有效推动作用。

2015 年 7 月中国人民银行等十部委出台的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》明确提出支持互联网金融稳步发展，鼓励互联网金融平台、产品和服务创新，从业机构相互合作，拓宽从业机构融资渠道。2016 年 1 月，国务院出台了《推荐普惠金融发展规划（2016-2020 年）》，文件特别提出要让小微企业、农民、城镇低收入入群、贫困人群、残疾人和老年人等及时获取价格合理、便捷安全的金融服务，积极引导各类普惠金融服务主体借助互联网等现代信息技术，创新金融产品，降低交易成本。2017 年 3 月国务院的《政府工作报告》中明

确指出，鼓励大中型商业银行设立普惠金融事业部，推动“互联网+”深入发展，促进数字经济加快成长。2021 年 3 月国务院发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提到：稳妥发展金融科技，加快金融机构数字化转型。

2018 年，受宏观经济的影响，中国财富市场增速放缓，相应的互联网理财发展也趋于放缓。同时，在发展过程中监管部门发现部分不满足资质的科技平台利用互联网流量进行客户引流变相涉足基金销售，从而提高了市场的风险。证监会 2020 年 5 月成立科技监管局，对信息中心、中证数据公司、中证技术公司进行调整。证券公司、基金公司、期货公司涉及到智能投顾程序交易、AI 算法等，都要科技监管。组建科技监管局，形成科技监管局、信息中心为一体，中证数据、中证技术为两翼的科技监管组织架构，统筹开展资本市场科技监管。建立健全科技监管制度体系，落实新《证券法》有关规定，发布信息技术系统服务机构备案管理等规章制度，规范促进金融科技发展，切实保障资本市场技术系统安全稳定运行。强化基础工程建设，抓好上市、私募、稽查等监管信息系统重点项目落地见效，基本实现行政许可等政务服务“一网通办”，为资本市场改革创新提供技术保障。探索金融科技创新应用，打造金融行业领先的自主区块链底层平台。2020 年 8 月，中国证券监督管理委员会下发的《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》明确基金销售业务边界和互联网信息技术服务机构的职责定位，禁止互联网流量导入、系统嵌套等变相涉足基金销售业务的行为。市场全体定位进一步厘清，将加速形成互联网理财行业健康、规范的生态。互联网理财市场全体定位日渐清晰；互联网理财市场从快速扩张进入到提质升级的新发展阶段。

表 2.2 其他政府监管政策梳理

时间	机构	标题	原文	简介

PBCSF

2020/8/4	证监会	关于就《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》公开征求意见的通知	http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202008/t20200814_381734.htm	2020年7月，证监会已经批准证券公司可以租用互联网平台进行合作，但未批准互联网平台控股证券公司。证券公司租用第三方网络平台的网络空间经营场所，部署相关网络页面及功能模块，向投资者提供证券经纪、证券投资咨询等证券服务，适用本规定。
2021/1/13	央行银保监会	中国人民银行办公厅关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知	http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-01/15/content_5580271.htm	2021 年银保监会规定所有互联网平台下架互联网存款。商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务，包括但不限于由非自营网络平台提供营销宣传、产品展示、信息传输、购买入口、利息补贴等服务。本通知印发前，商业银行已经开展的存量业务到期自然结清。相关商业银行要落实主体责任，做好客户沟通解释工作，稳妥有序处理存量业务。

PBCSF

2021/4/29	银保监会	金融管理部门联合约谈部分从事金融业务的网络平台企业	http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=980770&itemId=915&generaltype=0	金融管理部门针对当前网络平台企业从事金融业务中普遍存在的突出问题提出了整改要求。一是坚持金融活动全部纳入金融监管，金融业务必须持牌经营。二是支付回归本源，断开支付工具和其他金融产品的不当连接，严控非银行支付账户向对公领域扩张，提高交易透明度，纠正不正当竞争行为。
2021/6/21	证监会	人民银行就虚拟货币交易炒作问题约谈部分银行和支付机构	http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4273265/index.html	央行规定所有理财产品、所有理财行业坚决不能涉及任何虚拟货币、虚拟资产的交易。人民银行有关部门就银行和支付机构为虚拟货币交易炒作提供服务问题，约谈了工商银行、农业银行、建设银行、邮储银行、兴业银行和支付宝（中国）网络技术有限公司等部分银行和支付机构。各银行和支付机构必须严格落实《关于防范比特币风险的通知》《关于防范代币发行融资风险的公告》等监管规定，切实履行客户身份识别义务，不得为相关活动提供账户开立、登记、交易、清算、结算等产品或服务。

PBCSF

2021/6/27	银保监会	《理财公司理财产品销售管理暂行办法》	http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/govermentDetail.html?docId=986408&itemId=861&generaltype=1	银保监会已经批准银行理财子公司 24 家，有近 12 万亿的理财产品。最近出台一个理财产品的代销管理办法，非银行类的不能代销银行理财子公司产品。未经金融监督管理部门许可，任何非金融机构和个人不得代理销售理财产品。理财产品销售机构不得以理财名义或使用“理财”字样开展其他金融产品销售业务活动。
2021/12/7	银保监会	《互联网保险业务监管办法》	http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-12/14/content_5569402.htm	银保监会出台的互联网保险办法，必须持牌，且互联网平台不能下保单，需要把客户链接给保险公司，互联网平台上保单不受法律认可、只能链接、不能交割。

资料来源：作者根据公告整理

五、中国互联网财富管理未来展望

目前中国互联网财富管理相较于传统财富管理服务在很多方面的优势已经显现出来，但是未来中国互联网财富管理服务依然还有很多可以改进的空间。

（一） 基于智能投顾的财富管理增值服务

互联网财富管理行业目前正处于向智能化过渡的阶段。过去互联网财富管理主要以货架式基金代销为主，通过为用户建立线上理财产品购买平台来实现流量变现，但随着入局者增多，竞争也愈发激烈，平台为了争夺客群流量普遍采取降

PBCSF

低费率的方式提升竞争力，然而单一的货架式代销及价格战背后是发展同质化问题。在互联网财富管理行业早期，互联网财富管理做的更多的是将传统渠道的理财产品搬运到互联网上，本质上来说“财富管理”的意义较弱。AI 技术在财富管理的未来是需要为客户选择合适的理财产品，如天天基金网平台上有金融 160 个公司、6000 个理财产品，把波动率、收益率、风险系数整理好，方便客户选择理财产品。未来，智能化将是互联网财富管理平台发展的主要趋势，而智能化不仅仅是平台加强 AI 应用实现了更多财富管理功能，从更深远的视角来看，随着未来监管的规范落地以及底层资产的丰富，智能投顾[10]模式或许才是大众用户进行互联网财富管理的最终归宿，虽然这仍需要一段时间的沉淀。

（二） 经营理财社区，强化财富管理中的投资者教育和陪伴服务

用户在购买一些金融产品之后，必然会面临某段时间产品表现与自身预期不符的时期。这个时候，如果是传统财富管理机构，人工投资顾问会及时与客户联系安抚投资者情绪，在艰难的时期陪伴客户，等待金融产品的表现恢复正常。而目前互联网财富管理机构很难做到这点。互联网财富管理机构利用自身互联网平台的优势，努力构建理财生态社区，在社区中让基金经理与投资者、投资者与投资之间能够互动起来。基金公司通过精细化的运营理财社区，对投资者进行投资者教育培训。并在基金公司产品面临回撤时，基金经理可以主动与投资者进行沟通，给投资者重新树立投资信心，做好投资陪伴服务。

（三） 深入挖掘用户需求，细耕不同市场，提供多元化理财服务

过去几年，互联网财富管理的快速发展得益于大量年轻用户及长尾人群理财需求的释放，同时互联网财富管理平台也已经积累了大量的年轻客群，作为互联网财富管理的原始用户，年轻客群对互联网财富管平台已一定程度形成依赖感。而随着年轻客群财富不断积累，未来互联网财富管理平台将会面向一批中高净值的新富客户，此时平台需要完成长尾服务能力到高端服务能力的升级，以满足客户更加个性化的理财需求，这也更接近财富管理的内核意义。除此之外，未来可能还会有专门面向女性、老人、家长等特殊群体理财需求的专业资产配置服务，

[10] 智能投顾是指计算机依据投资理论搭建量化交易决策模型，再将投资者风险偏好、财务状况及理财规划等变量输入模型，为用户生成自动化、智能化、个性化的资产配置建议，并可以自动执行交易以及资产再平衡。

互联网财富管理开始从产品销售导向转向用户需求导向，未来发展主旋律将是差异化竞争。

PBCSF

第三章 中国互联网财富管理现状的微观证据

自 2013 年互联网财富管理元年以来，互联网财富管理的总体规模不断增大，参与人数也日趋增多，同时互联网财富管理的结构也在不断发生变化。对于进行线上投资的互联网财富管理参与用户而言，随着整个行业规模的不断发展和行业结构的不断改变，用户对互联网财富管理行业与相应的技术和平台的认知也在不断发生变化。参与互联网财富管理的用户其线上理财行为在近些年发生了怎样的变化？何种类型的用户更倾向于通过线上理财的方式参与互联网财富管理当中来？了解这些微观的实证结果对于促进整个互联网财富管理行业的发展，使得整个互联网财富管理行业更好地服务于居民用户具有重要的意义。我们采用互联网财富管理行业中比较典型的来自蚂蚁金服平台提供的用户数据，为这些问题提供部分微观证据。

一、数据来源

我们利用蚂蚁金服平台在 2018 年 1 月到 2020 年 9 月这两年零九个月间随机抽样的支付宝活跃用户的数据进行分析。该组数据涵盖了全国 31 个省份及自治区中不同性别、不同年龄、不同居住地、不同婚姻状况的 10 万个用户的有效信息。对于每个用户，我们能够获得其账户信息，包括在样本期间每个月月末的各类资产的总额以及月内总资产的流入流出值，与用户个人的人口特征信息，包括年龄、性别、婚否，居住地与账户开户时间等，从而得到了用户分析的样本面板数据。此外，为了查看用户所在地区普惠金融程度对其线上理财参与程度的影响，本文获取了北京大学数字金融研究中心构建的数字金融普惠指数[11](郭峰等，2020)，该指数采用了蚂蚁金服的交易账户底层数据，从多个维度刻画了中国的金融科技发展水平。

二、用户线上理财行为现状

（一） 用户账户内不同资产占比不同，线上理财占比逐步上升

对于每个支付宝用户，其账户内总资产由三个部分构成，分别为余额、余额宝和理财产品。其中余额承担消费支付功能，理财产品承担理财投资功能，而余

[11] 具体数据来源为北京大学数字金融研究中心课题组发布的《北京大学数字普惠金融指数 （2011-2020 年）》，地址为 https://idf.pku.edu.cn/yjcg/zsbg/513800.htm。

额宝对于这两种功能兼而有之。进一步地，用户账户内的理财产品包括基金资产、银行定期存款、定期理财产品、黄金与保险等。我们将理财产品占资产总额的占比作为用户对线上理财投资参与程度的衡量。

我们首先对每个用户账户内各类资产占比进行计算，然后在每个月求横截面上用户各类资产占比的平均值，形成样本平均值时间序列，从而得到图 3.1 所示的堆积图。从图 3.1 可以看出，平均而言在用户账户中，余额与余额宝占比较高，其中余额和余额宝总额占比超过了 80%，大理财产品占比较低。在用户投资的大理财产品中，基金产品的占比较大，其他理财产品的占比较小。

在样本期间，从平均水平来看，用户的资产结构在不断发生变化。从 2018 年初期，余额宝占比经历短暂的下行趋势，下降部分主要由余额吸纳，随后余额宝占比总体随时间稳步上升。这可能是由于余额宝收益率在 2018 年初经历峰值后不断下调造成的短暂下降。而随着余额宝产品收益率趋于稳定，用户对于平台和产品逐步产生信任，同时余额宝相较于余额在能够随时存取的基础上能够产生正收益，用户越来越多地将余额账户内的资金转存到余额宝当中，余额宝也从开始被视为投资理财产品逐步转变承担起消费支出的功能。

从理财产品角度来看，整个样本期间用户账户内的大理财占比在不断上升，从 2018 年初用户平均大理财占比约为 3%，到样本期末 2020 年 9 月时，用户平均大理财占比达到了近 13%，在两年零九个月的时间内增长了近 10%，发展比较迅速。其中，大理财产品占比的增长主要来源于基金产品占比的增长。

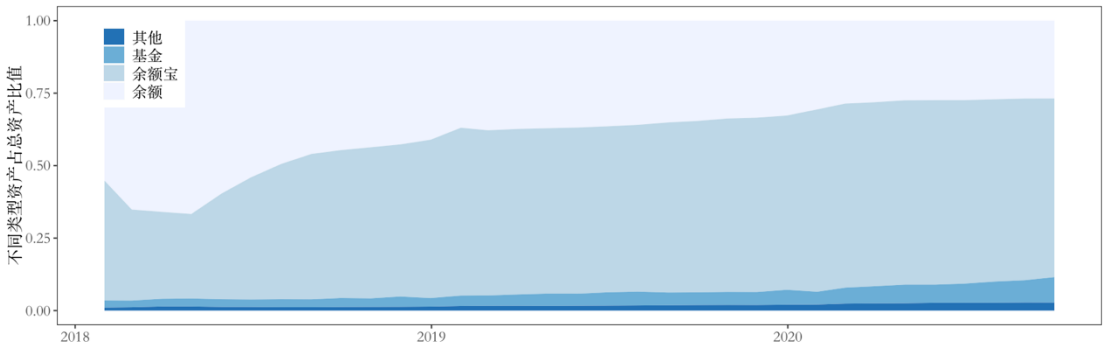

图 3.1 支付宝用户平均账户资产结构的时间变化趋势

（二） 平均用户账户收益率和余额宝收益率相近，波动更大

通过计算每个用户账户整体的收益率和收益波动率，在每个月横截面上求各用户收益率和收益波动率的均值，我们得到用户账户平均收益率的时序图 3.1。从 Panel A 中可以看到在样本期间，平均用户账户收益率和余额宝收益相近。其中在样本初期，用户账户平均收益不足余额宝收益的一半，这和样本初期余额宝在整个资产账户中占比平均不到一半且用户对理财产品投资较少的资产分布情况相吻合。而随着账户中余额宝与理财产品占比的不断上升，在余额部分收益为零的前提下，平均用户收益率逐渐接近余额宝收益，部分月份用户平均收益率超过余额宝收益。同时由于理财产品收益波动较大，因此平均用户账户收益随理财产品占比增大而逐渐产生较大的波动。从 Panel B 中可以看到在样本期间，平均用户账户收益波动率在不断上升，这与用户账户中理财产品占比不断上升的资产分布情况相吻合。

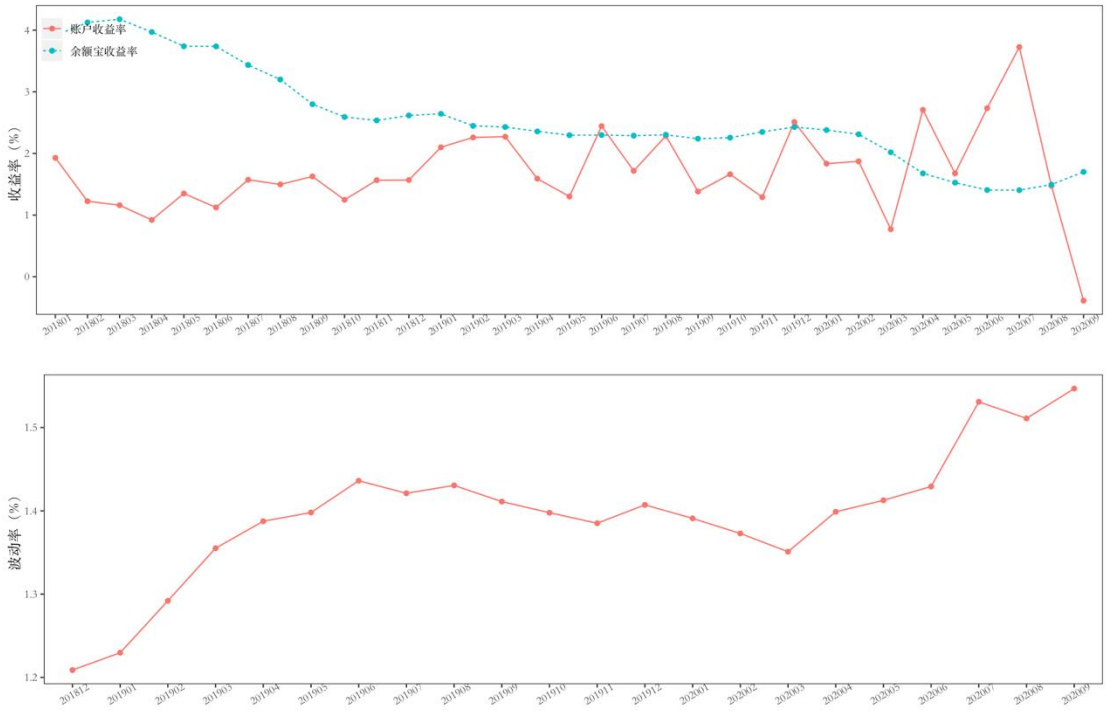

图 3.2 支付宝用户平均账户收益率与收益波动率时间变化趋势

（三）账户总资产越多，理财产品占比越高，账户收益率越高

将样本中各用户样本期内月末总资产加总，按照总资产值的分布得到各用户账户总资产分位数，计算样本期内用户总余额、余额宝和理财产品占样本总资产的比重与样本期内用户平均收益率，得到资产分位数对应用户组内不同资产平均

占比与平均收益率的分布图 3.3。从 Panel A 来看，对余额而言，账户总资产越多，余额占比越低，在用户资产最高的组内，余额占比接近于零；对余额宝占比而言，其随账户资产总数的增加而先增加后减少。在用户资产分位数低于 90 时，资产总数越高，余额宝占比越高。而当用户资产分位数高于 90 时，资产总数越高，余额宝占比约低；结合理财产品占比与资产分布的关系我们可以看到，理财产品占比随用户资产分位数增加而增加，且当资产分位数大于 90 时，理财产品占比随用户资产分位数增加的速率显著上升，从而抵消了账户中余额宝占比的降低。可以看出资产总额越高，用户的理财意识越强。对于高净值用户，其账户内投资理财产品的占比占到其用户资产总额的近二分之一。Panel B 显示账户总资产越多，账户收益率越高。

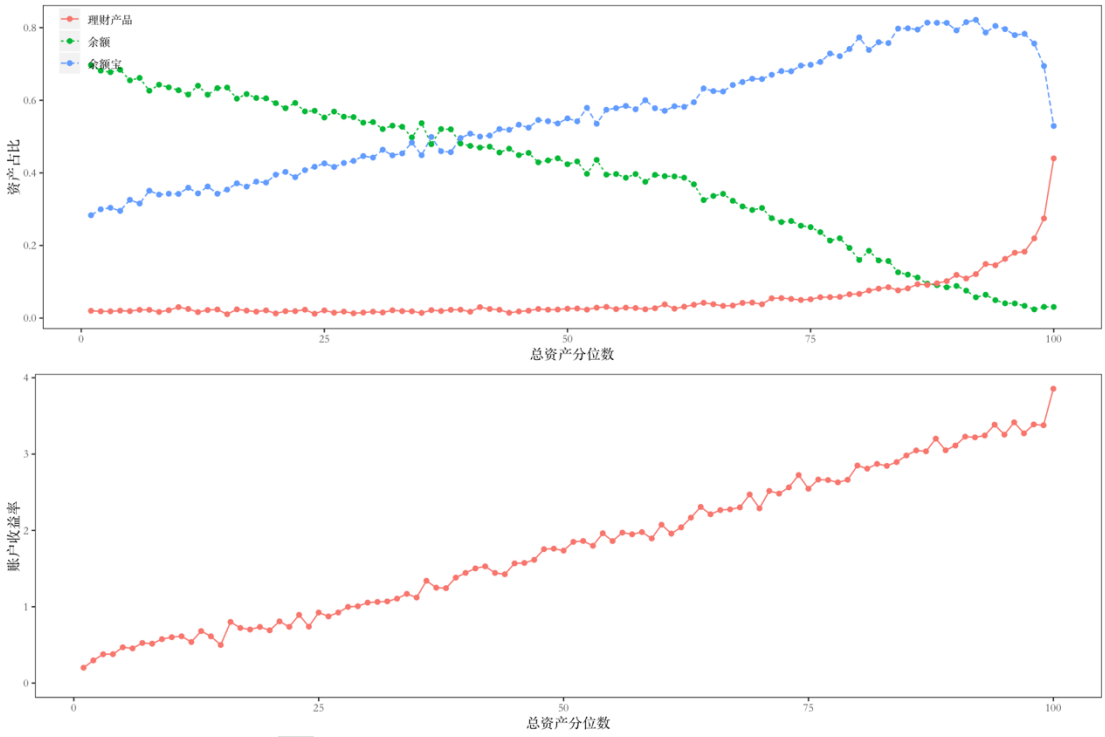

图 3.3 不同资产水平下用户账户不同资产平均占比与平均收益率

三、线上理财用户人口特征

（一）越年轻的人，账户中理财产品占比越高，账户收益越高

图 3.4 展示了不同年龄组的线上理财占比与账户收益率情况。将样本中的用户按照年龄为 30 岁以下、30-60 岁与 60 岁以上分为三组，其中 30-60 岁之间的一组用户人数最多。计算组内用户平均理财产品占比与平均收益率，可以得到不

同年龄组的人理财产品占比均在逐步上升，而年龄较小的组，其平均理财产品占比更高，且理财产品占比增长更快；相应的，其平均账户收益率更高，波动更大。这可能是由于年龄越低的用户，其风险承受程度更高。

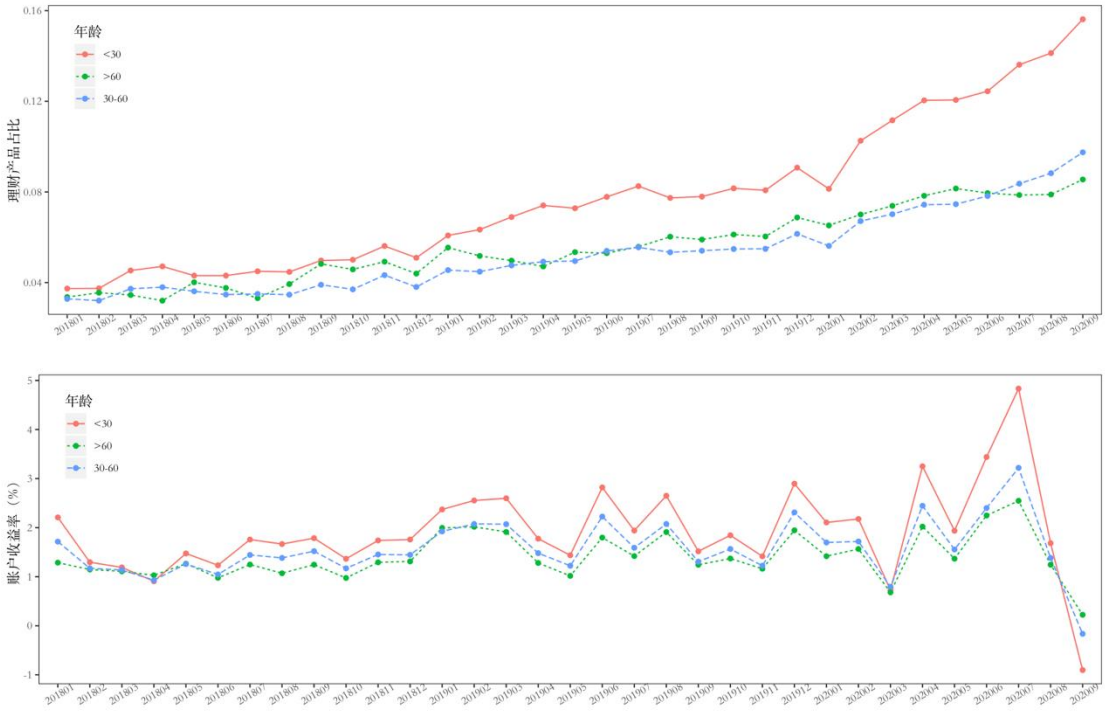

图 3.4 不同年龄组用户线上理财占比与账户收益率

（二）男性用户账户中理财产品占比更高，收益率更高

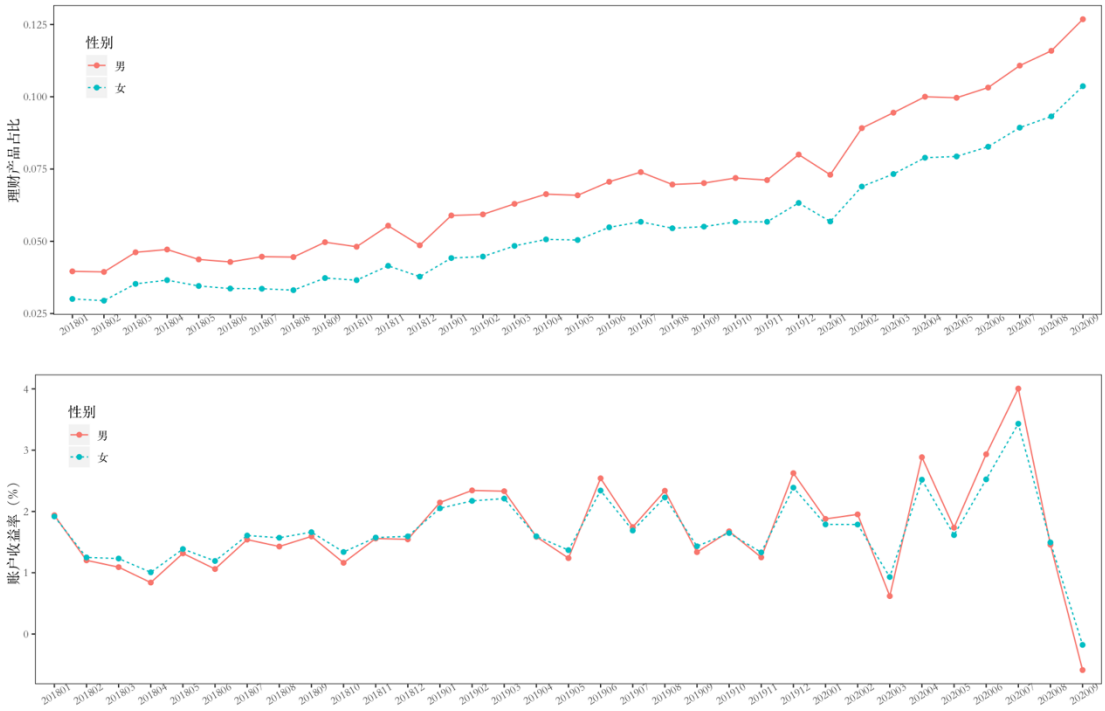

图 3.5 不同性别用户线上理财占比与账户收益率

图 3.5 展示了不同性别的用户线上理财占比与账户收益率。在样本中男性用户比女性用户人数偏多，差距不大，分布较为平衡。其中男性用户账户内理财产品占比更高。从时间序列来看，男性用户和女性用户资产中理财产品占比增长速率相近，无显著差异。从账户收益率来看，男性用户账户收益率略高于女性用户，无显著差异。这可能是由于男性用户的风险承受程度往往比女性用户高。

（三）用户城市等级越高，账户理财产品占比越高，收益率越高

图 3.6 展示了不同城市等级的用户线上理财占比与账户收益率。根据用户的居住城市的城市等级，将用户分位四组，分别为居住地城市等级为一级城市、二级城市、三级城市与四级及以下城市。其中居住地城市等级四级及以下的用户人数最多，居住地为一级城市的用户人数最少。通过分组计算每组组内用户账户理财产品占比与收益率的平均值，可以得到用户所在城市等级越高，其账户内理财产品占比越高，且不同组之间严格单调。同时可以看到在 2020 年前，城市等级越高，用户收益率越高。进入 2020 年后，居住地城市等级越高，账户收益的波动越大。这可能是经济发展更发达的地区用户的理财意识和能力相对更强。

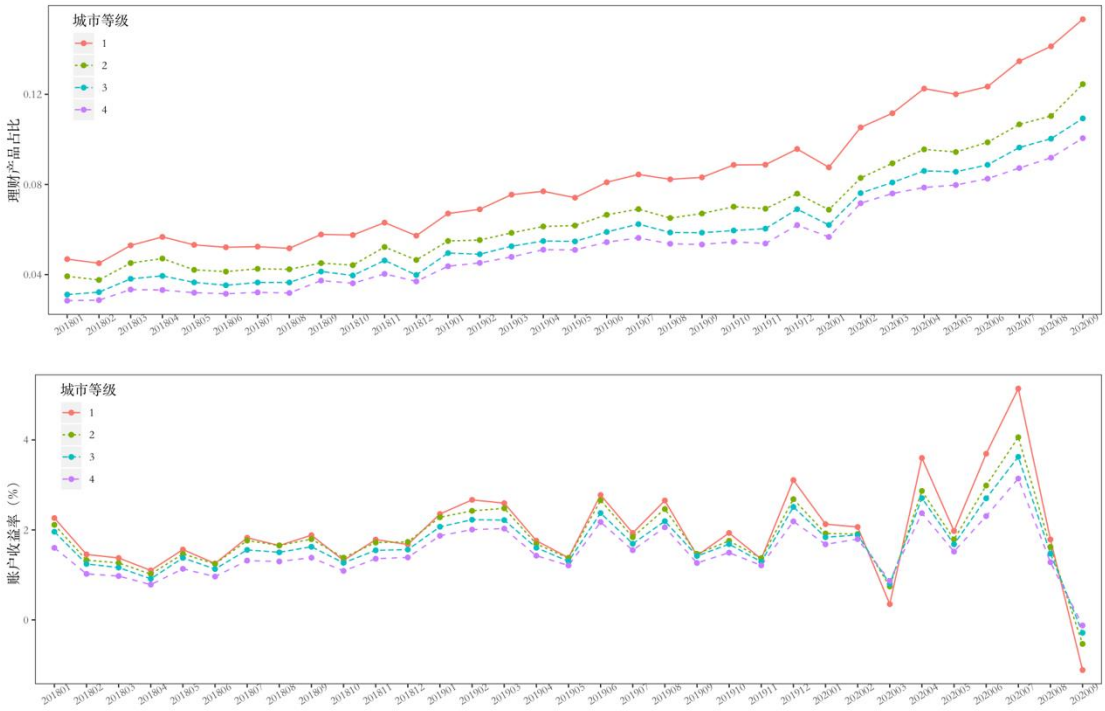

图 3.6 不同城市等级用户线上理财占比与账户收益率

（四）用户使用年限越长，账户理财产品占比越高，收益率越高

图 3.7 展示了不同账户开通年限的用户理财产品占比与账户收益率。根据用户账户开通的时间，我们将用户分为三组。其账户开通月份数分别为 33 个月以下，33 个月到 60 个月之间以及 60 个月以上。用户的账户开通时间越长，其账户内理财产品占比越高，平均收益率更高。这可能是由于账户随账户开通时间的增加，对平台的信任度增加。

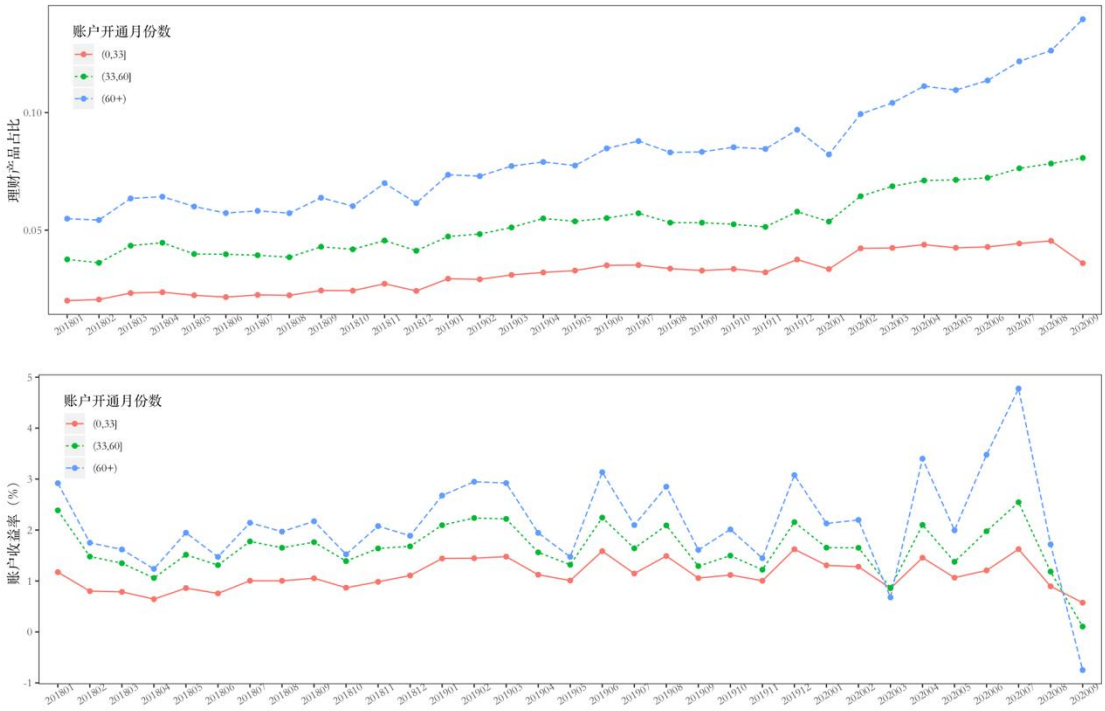

图 3.8 不同账户开通年限用户线上理财占比与账户收益率

（五）参与线上理财人口特征的定量分析

为研究何种人参与线上理财程度更高，我们进行如下定量分析

$$PWM_{it} = b_0 + c_1' Char_{it-1} + TimeFE_t + e_{i,t}$$

其中PWM_{it}是指第 i 个用户在第 t 月参与线上理财的程度，即线上理财占总资产的比重；$Char_{it-1}$是指第 i 个用户在第 t-1 月相关的控制变量，包括：总资产、城市等级、婚否、性别、年龄、注册时长、所在地区的普惠金融指数与账户收益率。$TimeFE_t$分别代表时间的固定效应。$e_{i,t}$为模型的随机干扰项。估计方式为含时间效应的固定效应模型，标准差在时间、个体维度进行双重聚类。我们得到表 3.1 的回归结果。

根据回归结果，不同身份特征的用户群体，参与线上投资理财行为的程度存在显著的区别。总资产水平越高的用户，参与线上投资理财的程度越高，其中用户资产总额上升 1%，用户账户内理财产品占比平均上升 0.835%个百分点，为用户平均理财占比水平的 0.14%，结果在 1%水平下显著；用户所在城市等级越高，其线上投资理财参与程度越高，城市等级分别为 1、2、3 的用户，比城市等级为 4 的用户，理财产品占比分别平均高 2.91%，1.32%，0.59%；普惠金融较为发达

地区的用户，愿意投入的线上理财比例越高，用户所在地区普惠金融指数上升 1%，用户理财产品占比平均上升 0.1%。这可能是由于这部分群体的资产水平较高，投资需求更加旺盛，而线上理财能够有效降低投资的门槛，提升投资理财的便利性，实现这部分群体的投资需求。

男性、年龄越小和已婚用户愿意投入的线上理财比例越高，男性用户相比女性用户理财产品占比平均低-1.54%；用户年龄每增加一岁，理财产品占比平均降低 0.12%；已婚用户相比未婚用户，理财产品占比平均高 1.84%，婚姻状况不确定的用户相比未婚用户，理财产品占比平均低 2.28%。先前的研究表明男性、年轻用户与已婚用户的风险忍耐程度更高，因此这部分用户可能更愿意承担投资风险，把资产投入风险资产中。

注册时间更长的用户愿意投入的线上理财比例越高，用户注册支付的时间每增加一个月，账户内理财产品占比平均上升 0.066%。这可能是由于用户使用时间更长之后，对于使用的移动终端更熟悉，对线上平台的信赖程度越高，越放心参与线上理财。而用户上一期的账户收益率越高，下一期会愿意投入更多的资金在线上理财中，用户上个月账户收益上升 100%，用户账户内理财产品占比平均上升 0.65%。这是由于线上理财给用户带来了正向的收益，用户的效用得到提升，会更加认可参与线上理财业务。

表 3.1　参与线上理财占比的影响因素

	线上理财投资占比								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
资产总额（对数）	0.835***								0.660***
	(0.024)								(0.027)
城市等级 1		2.911***							1.160***
		(0.230)							(0.202)
城市等级 2		1.315***							0.187
		(0.127)							(0.119)
城市等级 3		0.590***							−0.050
		(0.111)							(0.105)
婚姻状况 1（已婚）			1.844***						−0.229*
			(0.139)						(0.123)
婚姻状况 2（无法判断）			−2.282***						−0.783***
			(0.220)						(0.166)
性别（女）				−1.539***					−1.901***
				(0.122)					(0.121)
年龄					−0.120***				−0.110***
					(0.014)				(0.012)
开户时间						0.066***			0.044***
						(0.003)			(0.002)
普惠金融指数（对数）							9.955***		1.139*
							(0.672)		(0.614)
上一期账户收益率								0.650***	0.577***
								(0.058)	(0.060)
观测数	2,787,957	2,787,957	2,787,957	2,787,957	2,787,957	2,787,957	2,787,957	2,787,957	2,787,957
调整后的 R 方	0.027	0.012	0.014	0.011	0.013	0.019	0.012	0.042	0.064

PBCSF

第四章 中国互联网财富管理服务对居民投资的经济效应影响

通过初步分析，我们对参与互联网财富管理用户的微观特征有了初步认识。进一步地，参与线上理财投资对用户账户表现产生怎样的影响，线上理财服务是否能够真正起到有效帮助居民提升投资收益、降低用户投资风险的作用？在本章中我们利用在蚂蚁金服平台上随机抽取的线上活跃用户的面板数据，详细计算样本中每个用户账户的收益表现和收益波动率，从而探究线上理财投资行为对其投资结果的影响。

一、 用户线上理财与收益率

（一）用户线上理财投资的参与程度越高，用户收益率越高

本节主要通过面板数据数据研究线上理财投资行为对用户账户收益的影响的影响。在充分考虑到用户账户的资金流入流出情况计算得出其账户收益率后，首先利用如下模型对用户账户的总收益进行研究：

$$Ret_{it} = b_0 + b_1 PWM_{it-1} + c_1' Char_{it-1} + TimeFE_t + e_{i,t}$$

其中Ret_{it}是指第 i 个用户在第 t 月的账户月收益率；PWM_{it}是指第 i 个用户在第 t 月参与线上理财的程度，即线上理财占总资产的比重；$Char_{it-1}$是指第 i 个用户在第 t-1 月相关的控制变量，包括总资产、城市等级、婚否、性别、年龄、注册时长、所在地区的普惠金融指数与账户收益率。$TimeFE_t$分别代表时间的固定效应。$e_{i,t}$为模型的随机干扰项。估计方式为时间效应的固定效应模型，标准差在时间、个体维度进行双重聚类。我们得到表 4.1 的回归结果。

根据回归结果，用户线上理财投资的参与程度越高，投资者获得的投资收益率越高。在样本期间从 2018 年 1 月至 2020 年 9 月，用户平均的理财投资占比增长了 10%。在控制其他影响因素后，居民线上理财占比每增加 10%，账户年化收益率相对于样本平均收益（均值为 1.69%）上升 17%。

（二）用户线上理财投资的参与程度越高，风险调整后收益率越高

进一步地，我们考虑用户账户风险调整后的收益。当投资者选择更多风险资产时，他承担了更高的风险，因此有可能收到更高的风险补偿。通过风险调整，

我们研究除去风险补偿外，线上理财参与程度的增大对用户风险调整后收益的影响。回归结果显示，线上理财服务的参与程度越高，投资者收获的风险调整后收益率、夏普比率与信息越高。居民线上理财占比每增加 10%，风险调整后的收益率提高平均值（-0.258%）的 23%，夏普比率提高平均值的（1.837）2.2%，信息比率提高平均值（-0.822）的 8.5%。

表 4.1 线上理财投资占比与账户收益率

	收益率	风险调整后的收益率	夏普比率	信息比率
	(1)	(2)	(3)	(4)
线上理财投资占比	0.029**	0.006***	0.004***	0.007***
	(0.013)	(0.001)	(0.001)	(0.001)
资产总额（对数）	0.262***	0.146***	0.192***	0.232***
	(0.014)	(0.004)	(0.010)	(0.007)
城市等级 1	−0.023	−0.045***	0.258***	0.084
	(0.034)	(0.016)	(0.047)	(0.064)
城市等级 2	−0.009	0.008	0.024	0.015
	(0.013)	(0.011)	(0.026)	(0.040)
城市等级 3	−0.002	0.011	0.028	0.017
	(0.013)	(0.009)	(0.023)	(0.037)
婚姻状况 1（已婚）	0.028*	0.001	−0.076***	0.124***
	(0.015)	(0.010)	(0.023)	(0.036)
婚姻状况 2（无法判断）	−0.285***	−0.284***	1.297***	0.001
	(0.044)	(0.019)	(0.224)	(0.064)
性别（女）	−0.149***	−0.023***	0.031	0.044
	(0.030)	(0.008)	(0.020)	(0.032)
年龄	−0.016***	−0.008***	0.027***	0.002
	(0.002)	(0.0004)	(0.004)	(0.002)
开户时间	0.003***	0.003***	−0.0001	0.003***
	(0.001)	(0.0003)	(0.0004)	(0.001)
普惠金融指数（对数）	−0.027	0.262***	−0.543***	0.122***
	(0.081)	(0.049)	(0.138)	(0.208)
上一期账户收益率	0.159**	0.151***	−0.0005	0.134***
	(0.075)	(0.021)	(0.005)	(0.023)
个体固定效应	False	False	False	False
时间固定效应	True	True	True	True
观测数	2,781,994	1,511,925	1,100,850	1,100,850
调整后的 R 方	0.088	0.297	0.083	0.039

PBCSF

二、 用户线上理财与风险

（一）线上理财服务参与程度越高，用户账户收益波动率越大

在考虑线上理财投资程度对账户收益表现的影响后，我们进一步研究其对用户账户风险的影响。我们利用用户账户收益波动率衡量用户面临的投资风险，进行如下分析

$$RVol_{it} = b_0 + b_1 PWM_{it-1} + c_1' Char_{it-1} + TimeFE_t + e_{i,t}$$

其中$RVol_{it}$是指第 i 个用户在第 t 月的账户月收益波动率；PWM_{it}是指第 i 个用户在第 t 月参与线上理财的程度，即线上理财占总资产的比重；$Char_{it-1}$是指第 i 个用户在第 t-1 月相关的控制变量，包括总资产、城市等级、婚否、性别、年龄、注册时长、所在地区的普惠金融指数与账户收益率。$TimeFE_t$分别代表时间的固定效应。$e_{i,t}$为模型的随机干扰项。估计方式为时间效应的固定效应模型，标准差在时间、个体维度进行双重聚类。我们得到表 4.2 的回归结果。

根据回归分析结果，线上理财服务参与程度越高，投资者承受投资风险越高。在控制其他因素的影响后，居民理财占比每增加 10%，用户账户收益波动率上升 0.04%，相对于样本平均波动率（均值为 1.396%）仅上升 2.9%。说明其对风险影响的变动不大。

（二）收益波动率的增加主要来源于系统性波动的增加

进一步地，我们利用市场模型，将收益波动率进行分解，研究用户账户风险中的系统性风险和异质性风险。研究发现，在控制其他影响因素后，居民理财占比每增加 10%，用户账户收益的系统性波动率上升 0.04%，相对于样本平均系统性波动率（均值为 0.37%）上升 10.8%；用户账户收益的异质性波动率上升 0.04%，相对于样本平均异质性波动率（均值为 1.31%）上升 1.5%。说明用户参与线上理财程度增加时增加的投资风险主要来源为系统性风险。

PBCSF

表 4.2 线上理财投资占比与账户收益波动率

	波动率	系统性波动率	非系统性波动率
	(1)	(2)	(3)
线上理财投资占比	0.004***	0.002*	0.004***
	(0.001)	(0.001)	(0.001)
资产总额（对数）	0.062***	0.057***	0.018***
	(0.003)	(0.003)	(0.003)
城市等级 1	−0.122***	−0.126***	−0.012
	(0.026)	(0.024)	(0.011)
城市等级 2	−0.009	−0.006	−0.008
	(0.018)	(0.017)	(0.006)
城市等级 3	−0.005	−0.00004	−0.008
	(0.014)	(0.014)	(0.006)
婚姻状况 1（已婚）	0.019	0.016	0.006
	(0.015)	(0.014)	(0.007)
婚姻状况 2（无法判断）	−0.516***	−0.502***	−0.107***
	(0.028)	(0.028)	(0.012)
性别（女）	−0.087***	−0.081***	−0.024***
	(0.013)	(0.012)	(0.005)
年龄	−0.020***	−0.020***	−0.005***
	(0.001)	(0.001)	(0.0005)
开户时间	0.003***	0.002***	0.001***
	(0.0003)	(0.0003)	(0.0001)
普惠金融指数（对数）	0.583***	0.548***	0.157***
	(0.090)	(0.084)	(0.037)
上一期账户收益率	0.292***	0.252***	0.112***
	(0.009)	(0.011)	(0.022)
个体固定效应	False	False	False
时间固定效应	True	True	True
观测数	1,511,925	1,511,925	1,511,925
调整后的 R 方	0.215	0.199	0.155

PBCSF

三、 居民的线上投资行为的财富效应分析

不同资产水平的用户，其风险偏好与投资需求等方面都存在显著差异。而在财富管理行业，针对不同资产水平的用户，往往会提供不同的理财服务。因此，研究不同资产水平用户参与线上理财投资程度对其收益与风险的影响差异具有重要意义。

（一）资产水平不同，线上理财参与程度对收益影响不同

我们首先根据用户资产总额在每一期的分布情况，构建资产分组哑变量。由于样本中平均每个月有近 17%的用户其账户内资产总额为 0，因此我们根据每个月用户资产总额分布将用户分为 9 组，分别为资产分位数在 0-20、20-30、…90-100 之间。当样本中第 i 个用户在第 t 月的资产总额在当期落入 0-20 分位数时，其资产分组哑变量$TADummy_{it}^{1}$为 1，其余哑变量$TADummy_{it}^{2}, \dots, TADummy_{it}^{9}$取值为 0。我们通过如下模型研究不同资产水平用户参与线上理财投资程度对其收益与风险的影响差异：

$$Ret_{it} = b_0 + \sum_j b_j PWM_{it-1} * TADummy_{it-1}^{j} + c_1' Char_{it-1} + TimeFE_t + e_{i,t}$$

我们将不同资产水平线上理财参与程度对收益影响的回归系数作折线图形成图 4.1，上下限表示系数 95%的置信区间。从图 4.1Panel A 中能够看到，当资产水平上升时，线上理财参与程度对收益影响呈现先增大，后趋于平缓的趋势。进一步研究不同资产水平用户线上理财参与程度对用户风险调整后收益的影响来看，结果无显著差异。

（二）资产水平高的用户，线上理财参与程度上升波动下降

对于用户账户收益波动率而言，从图 4.1Panel B 中我们看到当资产水平上升时，用户线上理财参与程度增加，用户账户波动率增加的值先增加后减少。在资产水平最高的组内，用户线上理财参与程度增加，用户波动率反而降低。进一步地，我们将用户账户波动率分解为系统性波动率和异质性波动率，发现用户资产水平上升时，用户线上理财参与程度对系统性波动率和异质性波动率影响模式基本不变。在资产水平最高的组内，用户线上理财参与程度增加，用户的系统性波动率增加，增值相较于资产水平低的组小；同时用户的异质性波动率降低。这说

明资产水平最高的组内线上理财参与程度增加时，账户收益波动率的降低主要来自于异质性波动率的降低。这有可能是总资产高的用户，其理财能力更高，或者收到的理财服务建议更专业，能够通过有效配置账户内的理财资产来降低整个账户的异质性风险。因此，我们能够看到用户夏普比率和信息率会随着其线上理财服务的参与程度上升而上升，而且上升程度比总资产水平中等的用户群体更加显著。体现了高净值用户的账户收益能力。

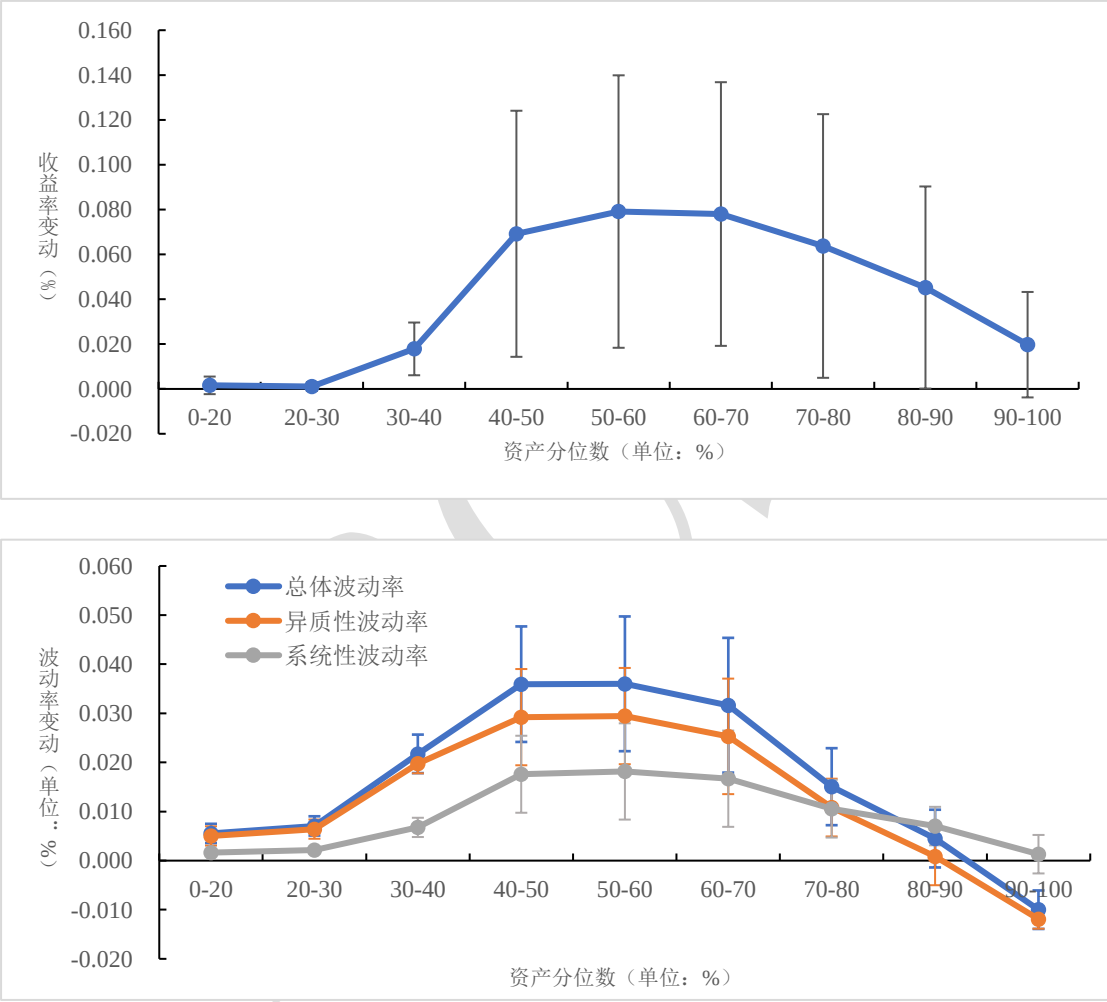

图 4.1 不同资产水平下线上理财程度对用户收益率与波动率的影响

四、 疫情是否会影响人们的线上投资理财行为和投资收益

2020 年 1 月底，新型冠状病毒传播引发疫情爆发，对居民生活、经济运行与国家管控都产生了巨大的冲击与影响。为防止病毒大规模爆发引起疫情的不断蔓延，国家出台了相应的防疫政策，各个地方政府也依据其当地疫情发展状况作出

了相应的管控，多数地区居民都配合防疫政策在家隔离。这样的冲击对于居民理财的信息获取与可行渠道都产生了较大的影响。我们的抽样数据覆盖了疫情爆发先后用户的线上理财投资信息，为研究疫情对于居民线上投资理财行为合结果提供了理想的情景。

（一） 疫情对居民线上投资理财行为对影响

1、疫情后用户参与线上投资理财的程度增加

受疫情影响，各地居民在疫情爆发后的一段时期内普遍进行居家隔离，向居民提供理财产品与服务的银行网点、基金公司与理财服务公司的线下网点也均处于休营状态。居民通过传统线下进行理财产品的购买与理财服务咨询的渠道被中止。同时疫情期间，居民普遍拥有更多的时间从线上获取相关的信息服务。这些都可能导致疫情前后居民线上理财行为发生变化。因此我们利用如下模型研究疫情对于居民线上投资理财行为对影响：

$$PWM_{it} = b_0 + b_1 After_t + c_1' Char_{it-1} + e_{i,t}$$

其中PWM_{it}是指第 i 个用户在第 t 月参与线上理财的程度，即线上理财占总资产的比重，$After_t$是时间哑变量，其值等于 1 代表 2020 年 1 月及以后（疫情爆发时间），$Char_{it-1}$是指第 i 个用户在第 t-1 月相关的控制变量，包括总资产、城市等级、婚否、性别、年龄、注册时长、所在地区的普惠金融指数与账户收益率、市场收益率。$e_{i,t}$为模型的随机干扰项。回归结果如表 4.3 所示。可以看出疫情后用户平均参与线上投资理财的程度显著增加，在控制其他变量对于线上投资理财的程度的影响后，疫情后用户平均理财产品占总资产的比重增加三个百分点，为样本用户平均值的一半。进一步地，为防止用户线上理财参与不断增长的趋势对结果产生影响，我们通过对财产品占总资产的比重变量求一阶差分去除趋势项，结果无显著变化。

表 4.3 疫情对用户线上理财参与程度的影响

	理财占比		理财占比-一阶差分	
	（1）	(2)	(3)	(4)
疫情	4.017***	2.919***	0.296***	0.301***
	(0.528)	(0.437)	(0.012)	(0.013)
资产总额（对数）		0.663***		0.271***
		(0.027)		(0.003)
城市等级 1		1.077***		0.071***

		(0.202)		(0.019)
城市等级 2		0.138		0.002
		(0.120)		(0.013)
城市等级 3		−0.110		0.007
		(0.107)		(0.012)
婚姻状况 1（已婚）		−0.272**		−0.092***
		(0.123)		(0.011)
婚姻状况 2（无法判断）		−0.776***		0.076***
		(0.167)		(0.012)
性别（女）		−1.918***		−0.163***
		(0.121)		(0.008)
年龄		−0.107***		−0.018***
		(0.012)		(0.0005)
开户时间		0.047***		−0.001***
		(0.003)		(0.0001)
普惠金融指数（对数）		1.116*		−0.766***
		(0.616)		(0.062)
上一期账户收益率		0.576***		−0.104***
		(0.060)		(0.003)
上一期市场收益		−0.001		0.001***
		(0.002)		(0.0001)
个体固定效应	False	False	False	False
时间固定效应	False	False	False	False
观测数	2,870,522	2,787,957	2,662,371	2,662,371
调整后的 R 方	0.007	0.062	0.0001	0.005

同时，为研究疫情对用户线上投资理财行为产生的冲击是短时的还是长期的，我们进行如下模型分析：

$$PWM_{it} = b_0 + \sum_{\tau=1}^{9} d_{1\tau} * D_Month_{\tau} + c_1' Char_{it-1} + e_{i,t}$$

其中PWM_{it}是指第 i 个用户在第 t 月参与线上理财的程度，即线上理财占总资产的比重，D_Month_{τ}为月份时间哑变量。当$t = \tau$时，D_Month_{τ}取 1，否则取零。我们将回归得到的系数画为折线图 4.2，可以看到居民的线上投资理财的参与程度在疫情之后显著呈逐步上升趋势，且该效应在控制了市场收益率和去除时间趋势项后依然显著。

PBCSF

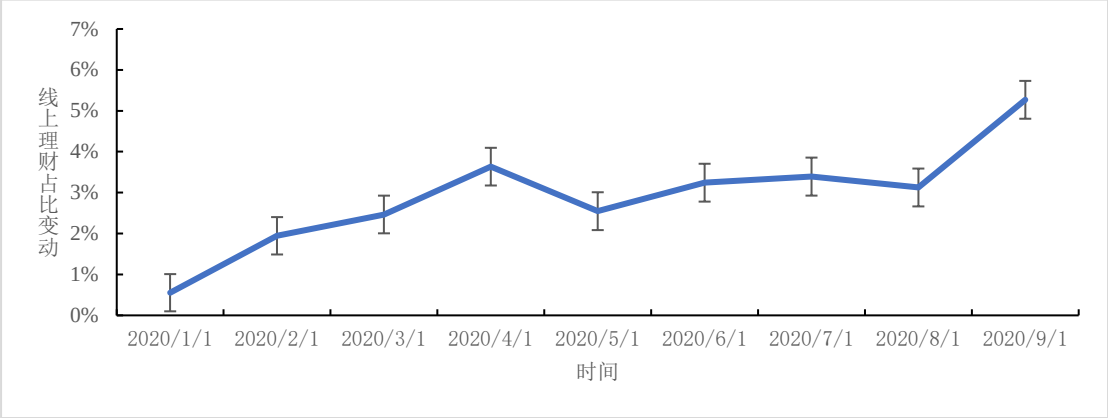

图 4.2 不同时间用户线上理财占比变动

2、 用户所在地区疫情越严重，用户参与线上理财程度增长越多

进一步地，由于各地区不同疫情严重程度不同，各地的管控程度也不想相同。疫情严重的地区，居民受到疫情的冲击就越强。因此我们利用用户居住城市在时间和横截面上疫情严重程度的差异性，进一步研究疫情对于居民线上投资理财行为对影响。

根据卫健部规定 14 天内地区无新增疫情确诊人数为 0 为低风险地区、14 天内累计疫情确诊人数小于 50 人以内的为中风险地区，大于的则为高风险地区。我们利用各月各省新增疫情确诊人数，将该月新增疫情确诊人数为 0 的地区设为低风险地区，在 0-50 之间设为中风险地区，大于 50 的设为高风险地区。用两个哑变量来表示$RankYQ1_{it}$，$RankYQ2_{\mathrm{it}}$。当第 i 个用户在第 t 月所在地区为低风险地区时，$RankYQ1_{it}=0$，$RankYQ2_{\mathrm{it}}$=0，当第 i 个用户在第 t 月所在地区为中风险地区时，$RankYQ1_{it}=1$，$RankYQ2_{it}$=0，第 i 个用户在第 t 月所在地区为高风险地区时， $RankYQ1_{it}=0$，$RankYQ2_{it}$=1。我们将样本限制在疫情发生后的九个月，进行如下分析：

$$PWM_{it}=b_0+b_1RankYQ1_{it}+b_2RankYQ2_{it}+c_1'Char_{it-1}+e_{i,t}$$

回归结果如表 4.4 所示，通过回归结果可以看到，处于中风险地区的用户支付宝账户中平均理财产品占比比处于低风险地区的用户高 1%，处于高风险地区的用户支付宝账户中平均理财产品占比比处于低风险地区的用户高 2.8%。在控制其他因素的影响后，处于中风险地区的用户支付宝账户中平均理财产品占比比处于低风险地区的用户高 0.5%，处于高风险地区的用户支付宝账户中平均理财产品占比比处于低风险地区的用户高 1%。这表示疫情越严重的地区，其用户平

均线上理财参与程度会增加。进一步地，当我们将因变量进行一阶差分去除趋势趋势项时，结果仍保持不变。

表 4.4 疫情严重程度与线上理财参与程度

	理财占比		理财占比-一阶差分	
	（1）	(2)	(3)	(4)
疫情严重程度 1	0.992***	0.470***	0.086*	0.137***
	(0.247)	(0.118)	(0.046)	(0.048)
疫情严重程度 2	2.822***	0.970***	0.176***	0.173**
	(0.456)	(0.212)	(0.065)	(0.074)
资产总额（对数）		0.687***		0.385***
		(0.049)		(0.006)
城市等级 1		1.887***		0.174***
		(0.295)		(0.056)
城市等级 2		0.439***		0.088***
		(0.167)		(0.033)
城市等级 3		−0.024		0.021
		(0.162)		(0.034)
婚姻状况 1（已婚）		−0.574***		−0.143***
		(0.152)		(0.032)
婚姻状况 2（无法判断）		−1.421***		0.087***
		(0.271)		(0.030)
性别（女）		−2.402***		−0.260***
		(0.177)		(0.022)
年龄		−0.186***		−0.029***
		(0.016)		(0.001)
开户时间		0.054***		−0.0001
		(0.004)		(0.0004)
普惠金融指数（对数）		0.253		−1.227***
		(0.908)		(0.179)
上一期账户收益率		0.642***		−0.109***
		(0.101)		(0.004)
上一期市场收益		−0.040		0.012***
		(0.076)		(0.004)
个体固定效应	False	False	False	False
时间固定效应	True	True	True	True
观测数	795,035	795,035	762,108	762,108
调整后的 R 方	0.004	0.076	0.0005	0.009

研究结果从侧面表明疫情期间线下网点被迫关闭，难以直接接触用户，使得传统理财业务在产品销售、售后管理等方面都受到极大影响。在此期间，线

PBCSF

上理财的方便性与易接触获取的优势凸显，各理财产品提供机构纷纷推出线上理财产品来维持自身业务正常开展，包括线上销售、线上征信、线上理赔等；对居民而言，由于疫情期间复工复产的难度上升、不确定性增加，深刻改变了居民的风险偏好，居民风险管理意识有所增强，更加注重资产的稳定性，理财意愿整体上升。

（二） 疫情对居民账户线上理财投资收益与风险的影响

在研究疫情对于居民线上理财行为的影响后，我们利用如下模型进行分析研究疫情前后线上投资理财比例参与度对收益与风险的影响：

$$Ret_{it} = (b_0 + d_0 After_t) + (b_1 + d_1 After_t) PWM_{it-1} + c_1' Char_{it-1} + e_{i,t}$$

回归结果如表 4.5 所示。分析结果表明线上理财对于用户收益率提升的效果，在疫情前后不存在显著的区别。相对于疫情之前，在疫情发生之后，线上理财对于用户风险调整后收益率的效果下降，这主要是由于疫情前后，市场的收益没有显著区别，而系统性风险上升导致的。相对于疫情之前，在疫情发生之后，随着线上理财对用户风险的提升效应会进一步上升，而这种上升主要是来自系统性风险上升导致的，对应的个人异质性风险没有显著的区别。

PBCSF

表 4.5 疫情下线上理财程度对用户收益与风险的影响

	账户收益率	波动率	异质性波动率	系统性波动率	风险调整后收益	夏普比率
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
疫情	−0.145	0.018	0.020	0.006	−0.021	0.262
	(0.143)	(0.032)	(0.028)	(0.019)	(0.019)	(0.309)
疫情*理财占比	0.005	0.005*	0.003	0.005**	−0.005***	−0.010***
	(0.037)	(0.003)	(0.002)	(0.002)	(0.001)	(0.002)
理财占比	0.027***	0.002**	0.001	0.002***	0.009***	0.009***
	(0.009)	(0.001)	(0.001)	(0.0004)	(0.0004)	(0.001)
资产总额（对数）	0.263***	0.062***	0.056***	0.018***	0.145***	0.190***
	(0.016)	(0.004)	(0.003)	(0.003)	(0.004)	(0.010)
城市等级 1	−0.042	−0.126***	−0.129***	−0.012	−0.047***	0.244***
	(0.032)	(0.026)	(0.024)	(0.011)	(0.016)	(0.054)
城市等级 2	−0.020	−0.009	−0.006	−0.007	0.007	0.025
	(0.016)	(0.018)	(0.017)	(0.006)	(0.011)	(0.029)
城市等级 3	−0.014	−0.006	−0.001	−0.007	0.009	0.002
	(0.017)	(0.014)	(0.014)	(0.006)	(0.009)	(0.031)
婚姻状况 1（已婚）	0.044***	0.027*	0.024	0.008	0.003	−0.078***
	(0.017)	(0.015)	(0.014)	(0.007)	(0.010)	(0.022)
婚姻状况 2（无法判断）	−0.262***	−0.506***	−0.492***	−0.104***	−0.281***	1.295***
	(0.041)	(0.028)	(0.028)	(0.012)	(0.019)	(0.224)
性别（女）	−0.016***	−0.020***	−0.019***	−0.005***	−0.008***	0.026***
	(0.002)	(0.001)	(0.001)	(0.0004)	(0.0005)	(0.004)
年龄	0.003***	0.003***	0.002***	0.001***	0.003***	−0.0001
	(0.001)	(0.0003)	(0.0003)	(0.0001)	(0.0003)	(0.001)
开户时间	−0.001	0.605***	0.569***	0.162***	0.270***	−0.505***
	(0.080)	(0.091)	(0.085)	(0.037)	(0.049)	(0.139)
普惠金融指数（对数）	0.157**	0.291***	0.252***	0.111***	0.151***	0.001
	(0.072)	(0.009)	(0.011)	(0.022)	(0.021)	(0.005)
个体固定效应	False	False	False	False	False	False
时间固定效应	False	False	False	False	False	False
观测数	2,781,994	1,511,925	1,511,925	1,511,925	1,511,925	1,100,850
调整后的 R 方	0.070	0.214	0.198	0.154	0.296	0.057

PBCSF

第五章 主要结论与启示

报告通过对中国互联网财富管理的宏观行业现状和微观用户数据进行综合分析，研究了中国互联网财富管理服务的发展历程与产生的经济影响，并对其未来的发展进行了展望。

研究发现，从财富管理需求与供给两端来看，中国财富管理行业需求依然处于高速增长阶段。而互联网技术的引入，为中国财富管理行业带来了巨大的能量，极大推动了财富管理行业的发展的发展。目前互联网理财服务服务规模逐渐起步，相较于传统财富管理服务，互联网财富管理服务存在诸多优势，因此其未来增长潜力巨大。同时由于这种新型的发展模式中存在某些风险问题，政府部门既出台了很多支持和扶持行业发展的法律法规，也出台了若干管理制度来规范行业发展管控行业风险。

从微观用户数据来看，用户参与互联网理财的行为主要受到其投资需求、风险承受能力、对线上投资渠道的信赖程度和投资收益率的影响，具体表现为总资产水平越高、年龄越小、开户时间更长、所在城市等级越高与普惠金融发展程度更高的用户，其参与线上理财的程度越高；男性与已婚用户参与线上理财的程度更高；用户上一期的账户收益率越高，下一期会愿意投入更多的资金在线上理财中。

从互联网财富管理对于参与用户带来的经济效益来看，线上投资理财服务这种新兴的金融服务模式，能够显著帮助用户提升投资收益率。用户线上理财参与程度越高，其账户的收益率与风险调整后的收益率均有所提升。而用户的收益来源是在自己的风险偏好范围内，选择性的多承担一些系统性风险，从而获得了风险溢价带来的回报。研究显示，线上理财服务的参与程度越高，投资者账户收益波动率越高。但是风险提高主要是由于用户承担了系统性风险导致，而非个体异质性风险。说明用户进行线上理财投资行为帮助用户有效的分散异质性风险，获得市场风险补偿收益。

用户参与线上投资理财服务对其投资结果的影响，在对于不同总资产水平的用户之间存在异质性。总资产水平越高的用户群体，更容易在投资线上理财服务中，获得更高的风险调整后收益。这是由于其有越强的理财能力，能够通过自己

的资产配置能力，有效的降低个体异质性风险，同时承担系统性风险，从而获得风险溢价带来的回报，具体表现为在总资产水平高的用户群体中，用户风险调整后的收益上升程度相较于资产水平较低的用户高。且对于总资产水平高的用户群体而言，线上理财服务的参与程度越高，投资者会承受的投资总风险越低，进一步拆解发现，这种风险的降低主要来源于个体异质性风险的降低，而非系统性风险的降低。这说明总资产越高的用户群体，有越强的理财能力，能够通过自己的资产配置能力，有效的降低个体异质性风险。

进一步地，我们研究新冠疫情冲击对于局面线上理财行为的影响。研究发现，在新冠疫情的出现之后，中国居民的线上投资理财参与程度显著提升。这是一方面是由于疫情导致财富管理中传统理财服务供给被迫中断，线上投资理财成为居民日常投资理财的重要渠道，另一方面，疫情的爆发对用户的投资风险偏好与投资信息获均产生了不小的影响，用户的投资需求也在不断上升。

通过研究我们看到互联网财富管理服务对于传统财富管理行业所带来的巨大能量，因此应该进一步扩大互联网财富管理服务范围，其中包括传统金融机构与互联网金融平台应展开多样化合作。通过互联网金融平台提供的信息技术支持，传统金融机构理财服务对象能够进一步扩大，接触到广大的下沉人群，让更多家庭的财富管理需求得到满足。同时，具有相应资格的互联网金融企业应当把握行业发展趋势与疫情冲击对于居民投资观念与行为习惯的影响，进一步提供更加精细与更具创新的理财服务，扩大行业竞争力；通过独特的信息与投顾建议服务潜移默化地加强投资者教育，帮助居民进行稳定可行的投资。通过所有行业相关企业机构的竞争与合作，实现我国理财行业的不断发展与转型升级。

PBCSF

参考文献

郭峰, 王靖一, 王芳, 孔涛, 张勋, 程志云. 测度中国数字普惠金融发展:指数编制与空间特征. 经济学(季刊), 2020,19(04):1401-1418.

黄益平, 黄卓. 中国的数字金融发展:现在与未来. 经济学(季刊), 2018,17(04):1489-1502.

黄益平. 数字技术如何改变金融机构. 新金融评论, 2021(01):55-70.

中国互联网络信息中心.第 44 次中国互联网络发展状况统计报告. 2019 年 8 月

中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组. 2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查. 中国金融, 2020 年 4 月

中国社会科学院国家资产负债表研究中心. 中国国家资产负债表 2020. 中国社会科学出版社,2021 年 3 月

Jones, C. M., Shi, D., Zhang, X., & Zhang, X. Heterogeneity in Retail Investors: Evidence from Comprehensive Account-Level Trading and Holdings Data. Working Paper. 2021.

PBCSF